

苏文科（300284）研究报告

增速拐点、先进激励、外延持续！

买入（维持）

2017年8月1日

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,201	5,604	6,525	7,631
同比(+/-%)	63.9%	33.4%	16.4%	16.9%
净利润(百万元)	379	557	665	721
同比(+/-%)	22.1%	46.9%	19.4%	8.4%
毛利率(%)	30.2%	29.0%	29.3%	29.5%
净资产收益率(%)	12.6%	14.7%	15.3%	14.7%
每股收益(元)	0.68	0.96	1.15	1.25
PE	31.31	22.10	18.52	17.07
PB	3.93	3.24	2.84	2.51

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

1) 公司公布 2017 年半年度报告，上半年营收 24.4 亿元，同比增长 99.41%；归母净利润 1.54 亿，同比+20.54%；扣非净利润 1.41 亿元，同比+14.92%。2) 公司拟收购石家庄设计院 100% 股权。3) 公告事业伙伴计划，拟对被选举事业伙伴进行股权激励，可参与公司战略决策。4) 以债转股方式对子公司 TA 增资 5000 万美元。

投资要点：

■ **利润增速拐点明确，二季度业绩加速明显。**上半年公司营收同比增长 99%，延续一季度 112% 高增长态势。其中二季度营收 14.05 亿，同比+90.74%；2017 年第一、第二季度归母净利润分别为 0.57、0.95 亿，增速 3.62%、33.51%，二季度增速环比+29.89PCT，加速明显。

■ **工程咨询业务高增长，海外营收占比达 45%：1) 分业务来看：**上半年工程咨询、工程承包业务营收分别为 22.51 亿元、1.90 亿元，同比增长 160.74%、-46.83%，工程咨询业务增长主要源于上半年基建投资增长及海外子公司并表；**2) 从地域来看，海外业务营收占比达 45%，国内业务稳步增长：**公司国内业务营收 13.31 亿元，同比增长 9.10%，占总营收 54.5%。海外 TA 及 EP 上半年营收分别为 7.56 亿元、3.53 亿元，分别占总营收比重 31%、14.46%。考虑到 TA 作为环境检测行业具备一定季节性，以及 EP 整合完成后进一步释放产能，预计下半年 TA 以及 EP 海外业务占比将继续提升，开始贡献利润。

■ **二季度毛利率环比改善：**1) 分业务看，公司上半年工程咨询业务、工程承包业务分别实现毛利率 28.19%、14.79%，同比-10.66 PCT、+2.79PCT，工程咨询业务毛利率降幅较大，主要由于并表 TA 的环境检测业务毛利率较低。2) 分季度看，公司 Q1、Q2 分别实现毛利率

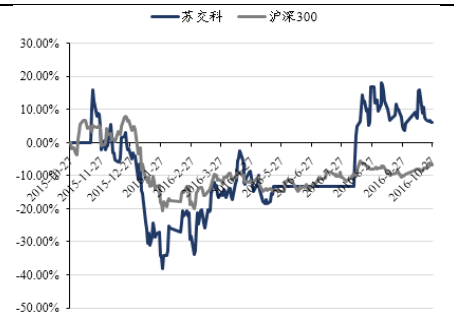
首席证券分析师 袁理

执业资格证书号：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.30
一年最低价/最高价	16.84/22.5
市净率	3.97
流通 A 股市值(百万元)	7347

基础数据

每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	65.20
总股本(百万股)	578
流通 A 股(百万股)	345

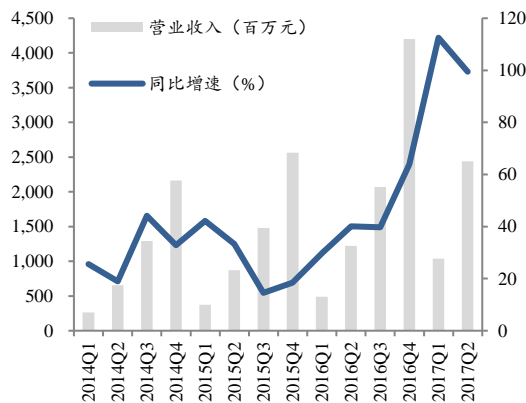
相关研究

1. 收购加速检测布局，PPP 落地最直接受益
2016 年 8 月 10 日
2. 收购水利设计资产，加码环境领域布局
2016 年 10 月 10 日
3. 业绩符合预期，外延收购+PPP 打造多增长点
2016 年 10 月 28 日
4. 收入增长 66%，一带一路布局值得期待
2017 年 3 月 1 日

25.78%、28.15%，二季度毛利率环比+2.37PCT，运营质量改善。

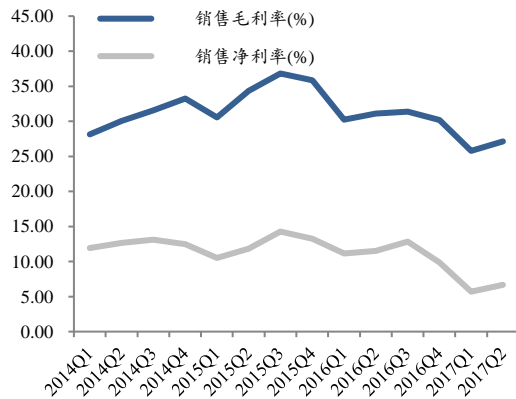
- **费用率基本稳定，经营性现金流净额同比环比少降：**1) 上半年销售、管理、财务费用率分别为 2.48%/12.15%/1.36%，同比-0.3/+1.8/+0.5PCT。销售、管理、财务费用率基本稳定，主要因为营收大幅增长抵消新并表 TA、EP 带来的费用影响。2) **经营性现金流同比、环比均改善。**A、公司上半年经营性现金流-4.69 亿元，同比少降 21.14%，主要系经营性回款增幅大于现金支出增幅所致。B、分季度看，一、二季度的经营性现金流分别为-2.88 亿元、-1.81 亿元，二季度经营性现金流净额同比少降 49%，环比少降 37%，表明业务已改善，拐点明显。

图表 1：公司营收维持高增长



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

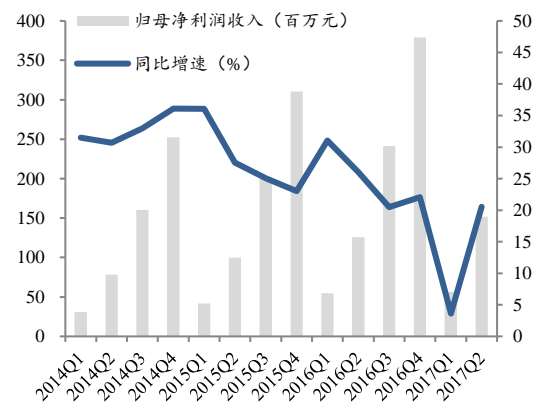
图表 3：公司毛利率及净利率已现拐点



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

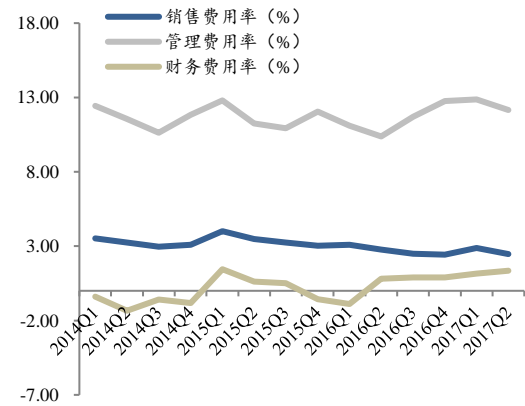
图表 5：公司经营性现金流净额

图表 2：公司净利润拐点已现

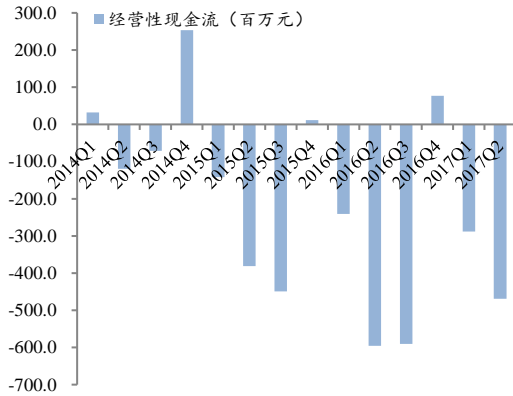


资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 4：公司三项费用率基本稳定



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

- **低估值收购石家庄设计院，瞄准京津冀，强化龙头地位：1) 工程资质甲级（为资质之最）+唯一一家 ENR 双百强民企。**公司获工程设计综合甲级资质，可承接我国工程设计全部 21 个行业及 7 个专项的所有工程设计业务，并可承揽施工总承包一级范围内的业务。公司获 ENR 全球工程设计第 75 位、国际工程设计第 93 位，是唯一一家跻身双百强的中国民营企业。 **2) 是公司 12 年以来第 12 次外延，延续低估值收购风格。**公司公告以 1744 万元收购标的非业绩承诺方 26.2% 股权，以 7018 万元收购标的业绩承诺方 73.8% 股权（业绩承诺方为核心管理人员），业绩承诺方承诺 2017 年净利润不低于 1000 万元； 2017、2018 两年累计实现的净利润总和不低于 2280 万元； 2017、2018、2019 三年累计实现的净利润总和不低于 3840 万元，以三年平均净利润 1280 万元计算，承诺方/非承诺方对应 PE 分别为 7.43/5.2 倍。 **3) 京津冀腹地，未来公司重要一环。**石家庄位于京津冀腹地，通过并购石家庄设计院，业务属地化达成在京津冀等区域的业务布局，有助于公司做大做强。

图表 6：公司低估值并购历史

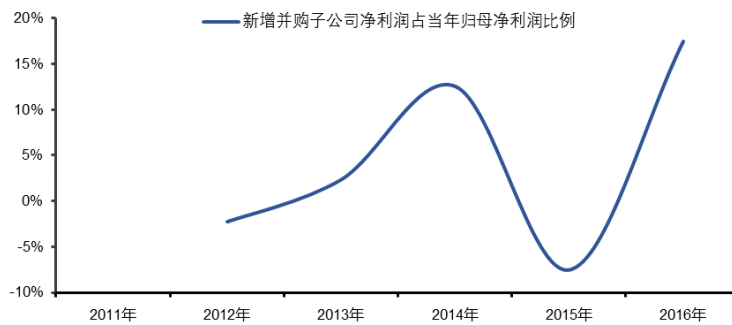
收购买方名称	并购时间	股权取得成本	股权取得比例	支付方式	PE	业绩承诺	收购溢价	2012	2013	2014	2015	2016
石家庄设计院	-	8,762.52	100.00%	现金	7.43	承诺方为 2017 年净利润不低于 1000 万元； 2017、2018 两年累计实现的净利润总和不低于 2280 万元； 2017、2018、2019 三年累计实现的净利润总和不低于 3840 万元。	-	-	-	-	-	7942.44
中山水利	2016年11月30日	13,613.73	70.00%	现金	10	2016年~2019年实现的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于2,323万元、2,671万元、3,072万元、3,532万元	业绩承诺期满，若中山水利累计实现净利润总和大于承诺	-	-	-	-	661.6(自购英亩)
EPTISA	2016年8月31日	17,983.04	99.49%	现金	-	-	-	-	-	-	-	3607.4(自购英亩)
TestAmerica	2016年9月24日	17,246.22	100.00%	现金	-	-	-	-	-	-	-	2576.3(自购英亩)
中铁瑞成	2015年3月31日	5,660.00	85.00%	现金	4.72(按三年平均)	2015-2017 年初除非经常性损益后的净利润分别不低于 1,000 万元、1,200 万元、1,440 万元。	-	-	-	-	-2812.1(自购英亩)	-
博来规划	2015年7月31日	1,642.09	51.00%	现金+	-	-	-	-	-	-	94.5(自购英亩)	-
英诺博通	2014年12月31日	1,800.00	60.00%	现金	-	-	-	-	-	-	-	-
海安院	2014年9月1日	18,974.55	100.00%	以非公开发行股票	9.08	2014年~2018年 累计净利润不低于2,731万元、6,009 万元、9,942 万元、14,662 万元、20,325 万元	-	-	2775.2(自购英亩)	-	4,031.20	-
厦门市政	2014年6月1日	16,085.28	84.08%	现金	12.83	-	-	-	2509.3(自购英亩)	-	3,494.40	-
甘肃料地	2013年4月1日	2,551.50	70.00%	现金	10.38	-	-	367.2(自购英亩)	-	465.42	-	982.74
江苏三铁	2013年10月1日	600.00	100.00%	现金	-	-	-	68.2(自购英亩)	-	-	-	-
杭州华昆	2012年8月1日	3,636.00	70.00%	现金	-	-	-	826.4(自购英亩)	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- **外延持续布局，打造海内外协同版图：1、收购 TA，打造环境检测龙头，成为公司利润新的增长极。**1) 公司 1.37 亿美元(含债务置换)收购美国最大环境检测公司 Test America 100% 股权。2017H1 业务亏损 40 万元，而检测行业利润一般下半年得到集中确认，预计全年 TA 将贡献重要利润。 2) 收购至今，TA 已制定在中国拓展的方案计划以及环境检测实验室 LIMS 系统转化方案研究等，公司平台建设继续稳步推进：“TestAmerica Environmental Services LLC” 获得南京市科委海外研发机构的认定。预计下半年起环境检测业务有望得到快速发展，带动公司利润大幅上升。 **2、收购 EP，一带一路+央企合作助力公司发展：**公司 16 年 9 月 1600 万欧元收购西班牙 Eptisa 90% 股权完成交割，

17年1月增资，计划17年12月最终持有99.49%的股权。上半年 **EPTISA 已根据业务开展情况对公司人员进行了整合，业务承接额同比增长超过50%**。1) EPTISA 熟悉海外规则，一带一路沿线国家布局充分，预计未来将充分受益一带一路。2) EP 熟悉海外市场规则，对于央企承接海外项目能够起到咨询顾问作用，成为了公司和央企在海外合作的纽带。预计2017年海外业务发力可期。**3、增资TA，优化资本结构，提高投融资能力，加强市场竞争力。**公司公告以5000万美金债转股增资TA，TA当前负债率62%，增资完成后有利于降低其资产负债率，提高其投融资能力，增强其资金实力，未来有望以TA为平台进行资本运作。

图表 7：外延已成为公司成长重要手段之一



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8：公司历年来通过外延不断并入各类资质

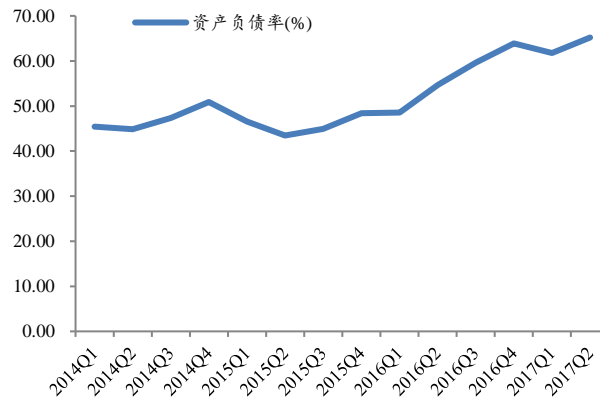
	建筑业企业资质	设计资质	勘察资质	监理资质	咨询资质
燕宁工程	公路工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、桥梁工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、公路路面工程专业承包二级、建筑工程施工总承包三级、特种工程（结构补强）专业承包、安哥拉公共工程项目总承包八级许可证				
苏科畅联	电子与智能化工程专业承包二级				
厦门市政		给水工程专业甲级、道路专业甲级、桥梁工程甲级、隧道工程专业甲级、风景园林甲级、公路专业丙级、建筑行业乙级、市政行业乙级	工程勘察工程测量专业乙级		
苏科建设				市政公用工程专业甲级、公路工程专业乙级、房屋建筑工程专业乙级、港口与航道工程专业乙级、水利水电工程专业乙级	工程招标代理暂定级
苏交科交通规划设计		工程设计公路行业公路专业乙级、工程设计公路行业交通工程专业乙级			公路工程行业咨询丙级资质

甘肃科地	工程设计公路行业公路专业 业丙级、工程设计市政行业 道路工程专业乙级	工程勘察工 程测量专业 乙级、工程 勘察岩土工 程专业乙级
苏文科交 通院	工程设计公路行业公路专 业甲级、工程设计市政行业 道路工程专业甲级、工程设 计市政行业桥梁工程专业 甲级	工程勘察工 程测量专业 甲级、工程 勘察岩土工 程专业甲级
中山水利	灌溉排涝专业甲级、水利行 业乙级、河道整治专业甲 级、城市防洪专业甲级、给 水工程专业乙级、市政行业 道路工程专业乙级、建筑行 业乙级、排水工程专业乙 级、桥梁工程专业乙级	工程勘察岩 土工程专业 乙级、工程 勘察工程测 量专业乙级

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- 先进管理激励机制，事业伙伴计划实现员工深度激励：**公司借鉴国际先进企业经验，实施事业伙伴计划。事业伙伴群体分为高级事业伙伴和普通事业伙伴，具有评议公司内部董事、年度审议经营层人员、参与公司战略研讨的权力与职责。**1) 资金来源：**分为事业伙伴的自有资金和公司基于年度业绩提取的专项基金(不超过当年归母净利润的 8%)。**2) 实施形式及考核标准：**若当年归母净利润增速超过 20%，则公司按自有资金:专项基金=1:1 的比例，通过资管计划认购苏文科股票，其中员工持股不超总股本的 10%，单个员工不超总股本的 1%；若当年归母净利润增速未超过 20%，则公司不提取当年度专项基金。**3) 锁定期：**自有资金购买股票锁定期 3 年，专项基金购买股票锁定期 8 年。
- 定增补流优化资本结构，地方国资委&实际控制人认购，发行价 19.55 元/股：**公司非公开发行方案于 2017 年 7 月发行完成。认购方为六安信实和公司实际控制人符冠华，分别认购 2.5 亿元和 0.88 亿元，其中六安信实的实际持有人为上海市国资委。公司本次募集资金将全部于补充流动资金，考虑到 2016H1、2016Q3~2017H1 负债率分别为 54.67%、59.66%、63.86%、61.78%、65.20%，位于高位，此次定增后将大幅降低财务费用。

图表 9：公司目前资产负债率处于高位



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

- **盈利预测与估值：**考虑公司在 17 年 5 月进行股权激励 354 万股，以及非公开发行 1782 万股，带来摊薄，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96、1.15、1.25 元，对应 PE 22、19、17 倍，估值优势明显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目回款风险；业务拓展不及预期；EPTISA 在海外业务远远落后于预期；公司计划不及预期；子公司整合出现问题。

图表 10 苏文科盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5483.5	8239.4	9878.8	11437.3	营业收入	4201.3	5604.3	6525.4	7630.6
现金	1090.5	2487.8	3311.8	3709.1	营业成本	2933.7	3977.6	4614.1	5378.2
应收款项	3936.1	5492.6	6254.5	7396.2	营业税金及附加	16.7	80.1	93.3	109.1
存货	64.4	66.8	89.4	97.2	营业费用	102.2	147.4	164.8	305.2
其他	392.5	192.2	223.1	234.8	管理费用	560.6	576.1	668.4	777.1
非流动资产	3491.2	3660.2	3681.2	3692.2	财务费用	37.6	81.7	107.9	113.5
长期股权投资	32.9	5.9	5.5	5.5	投资净收益	0.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	976.4	1187.5	1223.4	1248.5	其他	-134.6	-64.9	-65.4	-65.9
无形资产	451.7	436.6	422.1	408.0	营业利润	416.5	676.5	811.4	881.6
其他	2030.2	2030.2	2030.2	2030.2	营业外净收支	81.7	20.0	20.0	20.0
资产总计	8974.7	11899.6	13560.0	15129.5	利润总额	498.2	696.5	831.4	901.6
流动负债	4364.0	4882.3	6010.9	7003.5	所得税费用	84.2	139.3	166.3	180.3
短期借款	1246.7	400.0	1000.0	1000.0	少数股东损益	34.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	1588.9	2207.9	2530.1	2967.2	归属母公司净利润	379.2	557.2	665.1	721.2
其他	1528.4	2274.4	2480.9	3036.3	EBIT	613.0	838.2	999.3	1075.1
非流动负债	1367.0	3017.0	3017.0	3017.0	EBITDA	721.1	954.1	1131.2	1220.7
长期借款	848.5	2498.5	2498.5	2498.5					
其他	518.5	518.5	518.5	518.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	5731.0	7899.2	9027.9	10020.4	每股收益(元)	0.68	0.96	1.15	1.25
少数股东权益	224.2	224.2	224.2	224.2	每股净资产(元)	5.42	6.58	7.50	8.50
					发行在外股份(百万股)	557.4	578.2	578.2	578.2
归属母公司股东权益	3019.4	3803.2	4335.3	4912.3	ROIC(%)	12.6%	13.0%	14.6%	15.1%
负债和股东权益总计	8974.7	11926.6	13587.4	15156.9	ROE(%)	12.6%	14.7%	15.3%	14.7%
					毛利率(%)	30.2%	29.0%	29.3%	29.5%
					EBIT Margin(%)	14.6%	15.0%	15.3%	14.1%
					销售净利率(%)	9.0%	9.9%	10.2%	9.5%
					资产负债率(%)	63.9%	66.4%	66.6%	66.2%
					收入增长率(%)	63.9%	33.4%	16.4%	16.9%
					净利润增长率(%)	22.1%	46.9%	19.4%	8.4%
现金流量表 (百万元)									
	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	77.0	390.4	590.3	778.2					
投资活动现金流	-1214.1	-22.8	-233.3	-236.6					
筹资活动现金流	1065.4	1029.8	467.0	-144.2					
现金净增加额	-70.3	1397.4	824.0	397.3					
企业自由现金流	-772.2	197.9	411.3	600.3					

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

